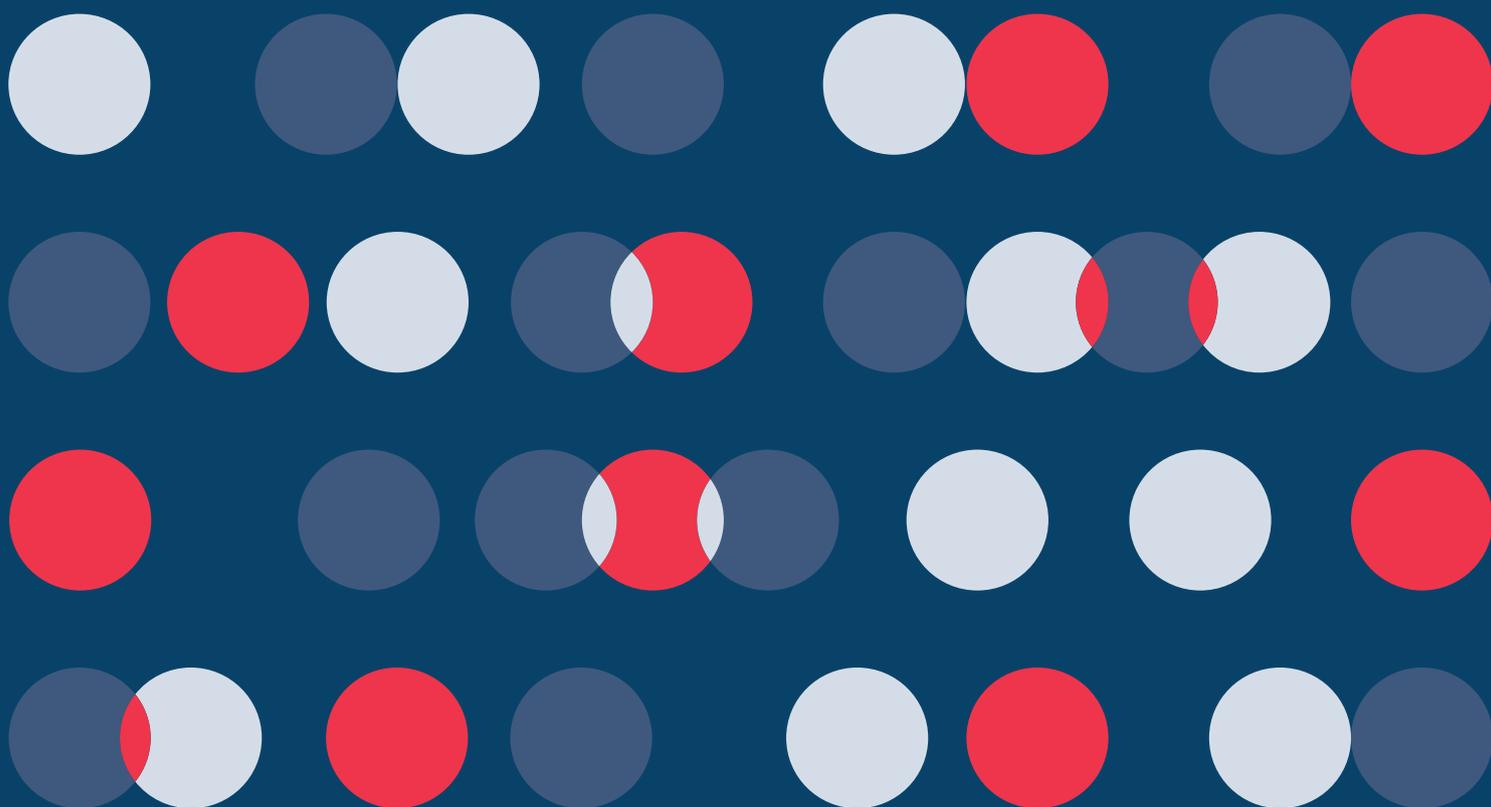


2019年7月

研究報告

同股不同權：
對投資者是好？是壞？



目錄

頁數

摘要	1
1. 不同投票權公司的上市：全球證券交易所概覽	2
2. 香港為不同投票權公司而設的新上市制度：適當的投資者保障措施	5
2.1 創辦管理人是不同投票權公司成功的關鍵	6
2.2 機構投資者呼籲為不同投票權架構設立投資者保障	6
2.3 香港過去並無為不同投票權架構制定投資者保障措施	7
2.4 香港新上市制度下為不同投票權架構設有適當的投資者保障措施	8
3. 不同投票權不一定是惡魔，也可以是投資者的天使	11
3.1 股價雖然折讓，但回報可能很出色	11
3.2 不同投票權公司業務表現跟一股一票公司相若，甚至更佳	14
3.3 有利於創造價值	15
3.4 於美國上市的中國不同投票權公司表現的實證	17
3.5 擴闊投資機會	18
4. 總結	18
附錄：主要金融中心的證券交易所有關不同投票權公司上市的投資者保障措施	19
詞彙（本研究報告所用）	20

摘要

不同投票權股份一般被稱為雙重股權股份。具不同投票權架構的公司（簡稱「不同投票權公司」）會發行至少兩類股份，兩類股份的每股投票權並不相同。創辦人和管理層持有的通常是一股多票的股份類別，而發行給一般投資者的則是一股一票的股份類別。新經濟創新產業公司首次公開招股時多傾向採用不同投票權架構，務求集資發展業務的同時，創辦人可持有相對其投票權不成比例攤薄後的股份數量、而能繼續維持對公司的控制，自主追求創新。中國內地正值新經濟轉型，這類型的公司有如雨後春筍，供應源源不絕。這些不同投票權公司可選擇於接受不同投票權公司上市的主要海外市場（如紐約、倫敦、香港、新加坡及東京）上市。

香港的新上市機制特別為不同投票權公司的投資者加入一系列的保障措施，與其他主要的環球金融中心相比，香港市場在這方面的要求更全面，監管規定更嚴謹。這些投資者保障措施包括對公司市值的高門檻要求、日落條款、加強企業管治及披露要求等。該等措施不單有效降低「代理成本」，還可對「委託人成本」起限制作用。委託人成本在投資者對創新產業並無專業知識（「委託人能力成本」）和投資者之間的潛在利益衝突（「委託人衝突成本」）的情況下尤其重要。當市場有適當的保障措施，公司採用不同投票權架構上市便不一定傷害投資者的利益，反而或能支持股價和營運表現，有機會為投資者帶來裨益，有利創造長遠價值。

事實上，國際經驗表明，投資者投資於不同投票權架構的公司看來利多於弊。首先，在 MSCI 的股票指數成份股中，具不同投票權架構的創新產業公司，其長期股價回報跑贏其他在相同地區和環球指數的成份股。第二，並沒有一致的實證顯示不同投票權架構對公司的業務表現有潛在負面影響，對在美國上市、採用不同投票權架構的中國公司所得的觀察亦如是。況且，不同投票權公司的創辦人若能不受投資者干預而按自己的專業知識實現各種創新意念，往往能為公司帶來更多價值。事實上，不同投票權公司能為投資者擴闊投資機會，切合其不同的風險承擔能力和投資需求。有鑑於此，MSCI 指數公司也推出經投票權調整的全新指數系列，應對不同投資者的喜好。

總括而言，接受不同投票權公司來港上市並非逐利之爭，而是要拓闊投資市場機遇。對實體經濟來說，不同投票權公司由此得到的融資支援為經濟轉型和新的增長動力帶來貢獻；對投資者來說，他們可選擇投資信譽可靠的不同投票權公司，在投資的風險與機遇之間取得平衡。

1. 不同投票權公司的上市：全球證券交易所概覽

不同投票權股份一般被稱為雙重股權股份。具不同投票權架構的公司（「不同投票權公司」或「雙重股權公司」）會發行至少兩類股份，兩者的每股投票權並不相同——「A類」股份每股僅可投一票，「B類」股份則每股可投多於一票。持有B類股份的都是公司的內部人士或管理層，包括創辦人及董事，他們手上的未上市股份的投票權不合比例地高於其收益權。在此情況下，B類股東毋須擁有同等高比例的持股亦可主導公司政策上的決定，例如提名董事會成員、股份發行及公司行動¹。相比之下，A類股份則是上市股份而每股僅有一票，由外部投資者持有。下文，每股可投多於一票的股份一概簡稱「不同投票權股份」，而每股僅可投一票的股份則簡稱「普通股份」。

儘管不少國家當地的公司法都採用「一股一票」原則，不少證券交易所亦容許發行人根據不同的規則及標準申請雙重股權架構股份上市²。這些交易所大多在歐美，亞洲則在最近才見相關例子，當中包括巴西、加拿大、丹麥、法國、芬蘭、香港、意大利、日本、俄羅斯、新加坡、瑞典、瑞士、英國及美國³。

最新一輪不同投票權公司的首次公開招股（「IPO」）（簡稱「不同投票權 IPO」）熱潮主要受創新科技公司所推動。科技公司一向活躍於 IPO 市場，現時越來越偏好採納雙重股權架構。科技及創新產業公司的收入及投資期結構與傳統公司不同，其對資金有強烈的需求。這類公司會有高的投資風險，但通常亦會有高發展潛力；其營運初期的收入會極不穩定，但長線增長前景卻潛力巨大。這些公司的創新科技發展很大程度上依靠創辦人的遠見及魄力。這些公司 IPO 時多傾向採用不同投票權架構，務求集資發展業務的同時，創辦人可持有相對其投票權作不成比例攤薄的股份數量、而能繼續維持對公司的控制，自主追求創新。創新產業公司的創辦人對採用不同投票權架構的偏好，理由可能包括幫助實現公司長遠價值、推動創辦人持續對公司投入創新能力和人力資源、隔擋惡意收購的威脅，以及避免剛冒起的公司在決策上受到機構投資者的短線利益所影響等等⁴。

因此，接受不同投票權公司的上市制度正好切合科技及創新產業公司的需要。根據普華永道的資料，2017 年全球共有 100 宗科技業 IPO，合共籌得 251 億美元的資金⁵。另一資料來源則顯示在美國所有 IPO 活動中，科技公司約佔 36%，而不同投票權科技公司的 IPO 的佔比在 2017 年更升至 43% 的歷史新高，2018 年則回落至 34%（見圖 1）。

¹ 公司行動包括股息、供股、股份拆細、分拆上市以及合併和收購。

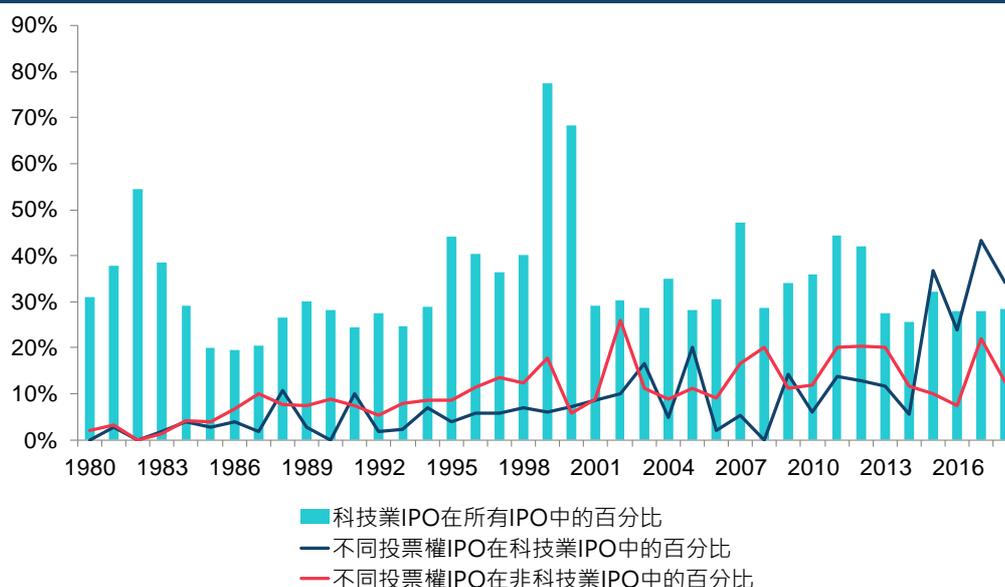
² 見香港交易所研究報告〈雙重股權架構與生物科技行業的上市制度改革〉，載於香港交易所網站，2018 年 4 月 24 日。

³ 部分例子引述於 Tan, A. 與 B. Robertson 〈為何投資者為雙重股權股份苦惱〉（“Why investors are fretting over dual-class shares”），載於《Bloomberg QuickTake》，2017 年 7 月 10 日。

⁴ 見香港交易所研究報告〈雙重股權架構與生物科技行業的上市制度改革〉，載於香港交易所網站，2018 年 4 月 24 日。

⁵ 資料來源：普華永道〈全球科技行業 IPO 回顧：2017 年第四季度及全年〉（“Global technology IPO review: Full-year and Q4 2017”），2017 年 12 月 19 日。

圖 1：美國市場的科技業 IPO 佔比以及科技與非科技產業中的不同投票權 IPO 佔比（以數目計）（1980 年至 2018 年）



資料來源：Ritter, J. R. 〈首次公開招股：統計更新〉(“Initial public offerings: Updated statistics”) (手稿) · 佛羅里達大學 · 2018年12月31日 (https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2019/01/IPOs2018Statistics_Dec.pdf)。

這些科技業 IPO 當中，有若干是來自內地的科技巨頭。為了將這些科技公司迎回內地上市，中國內地正考慮以不同方式，接納具不同投票權架構的新經濟公司上市。國務院於 2018 年 9 月澄清⁶，於海外上市且具有不同投票權架構或尚未有盈利的新經濟公司可於在岸 A 股市場發行中國存託憑證 (CDR)。2018 年 11 月 5 日，國家主席習近平宣布⁷計劃在上海證券交易所設立「科創板」，並試行註冊制；根據於 2019 年 3 月推出的相關試行措施⁸，中國科技公司及具不同投票權架構的科技公司將可在內地進行 IPO。

現時，新經濟公司可選擇於紐約、倫敦、香港、新加坡及東京等主要環球金融中心上市。這些市場因應不同投票權公司所設的上市制度的演進過程各有不同，概述如下：

(1) 紐約：美國在 1926 年曾一度禁止雙重股權股份上市，紐約證券交易所於 1940 年正式宣布禁令⁹。其後因面對美國其他證券交易所的競爭，紐約證券交易所於 1985 年 1 月建議放寬上市政策，允許雙重股權架構的公司上市。1994 年，美國的證券交易所就雙重股權股份實施統一的上市規定，但鑒於投資者憂慮已上市公司的現有股東可能要被迫放棄其投票權，美國各家證券交易所自那時起自願性地禁止美國公司於上市後才採納雙重股權架構（稱為「雙重股權資本重整」）。在這方面，一項法律研究¹⁰指出雙重股權資本重整可以為公司帶來好處，但僅限於發展初期。

現時在美國，不同投票權公司的 IPO 越來越普遍。實證顯示，美國的不同投票權 IPO 的佔比於 2017 年升至 28% 的歷史新高¹¹（見圖 2）。美國之所以能吸引這些不同投票權公司，

⁶ 《國務院關於推動創新創業高質量發展打造「雙創」升級版的意見》，2018 年 9 月 26 日。

⁷ 見〈習近平在首屆中國國際進口博覽會開幕式上的主旨演講〉，載於《新華網》，2018 年 11 月 5 日。 (<http://www.xinhuanet.com/world/ciie2018/jbhkms/index.htm>)

⁸ 《科創板首次公開發行股票註冊管理辦法(試行)》，中國證監會發布，2019 年 3 月 1 日。

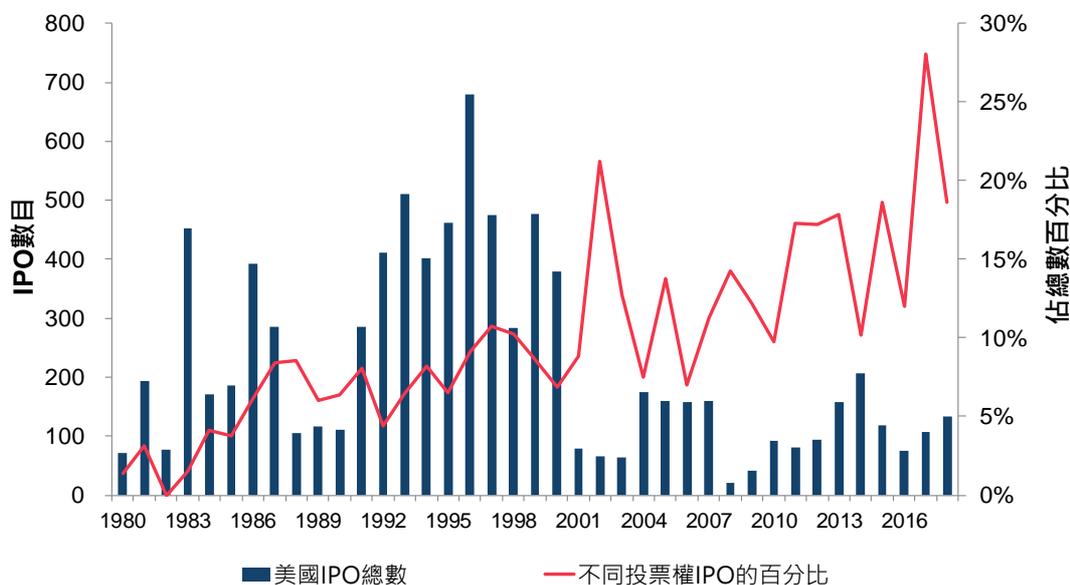
⁹ 見香港交易所諮詢文件《不同投票權架構概念文件》附錄三，載於香港交易所網站，2014 年 8 月。

¹⁰ Gilson, R.J. (1987) 〈評估雙重股權股份：代用品的關聯〉(“Evaluating dual class common stock: The relevance of substitutes”) · 載於《Virginia Law Review》第 73 期，807-844 頁。

¹¹ 資料來源：Ritter, J. R. 〈首次公開招股：統計更新〉(“Initial public offerings: Updated statistics”) (手稿) · 佛羅里達大學 · 2018 年 12 月 31 日。研究所用的數據僅包括發售價為 5 美元或以上的 IPO，並不包括美國存託憑證、單位要約(unit offers)、封閉式基金、房地產投資信託基金、天然資源有限責任合夥公司、小型最大努力要約(small best-effort offers)、銀行及存貸款，以及證券價格研究中心(CRSP) 未有列入的股份。

可能與其披露為本的上市制度有關，在這制度下，公司僅須遵守若干關於非傳統管治架構風險因素的披露規定¹²。

圖 2：美國的 IPO 數目與不同投票權 IPO 的佔比（1980 年至 2018 年）



資料來源：Ritter, J. R. 〈首次公開招股：統計更新〉(“Initial public offerings: Updated statistics”) (手稿) · 佛羅里達大學 · 2018 年 12 月 31 日 (https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2019/01/IPOs2018Statistics_Dec.pdf)。

(2) 倫敦：英國市場僅接受不同投票權 IPO 根據「標準上市」的規則（即歐盟的最低要求）上市。要在倫敦證券交易所主板上市，「標準上市」的申請人僅須符合最低的歐盟協調標準，而「高級上市」的申請人則須遵守英國比歐盟最低要求更為嚴謹的「超等同」規則。「高級上市」的透明度較高，資金成本因而可能較低，不過「高級上市」的原則在 2014 年收緊了，投票權與股份持有量需成比例¹³，亦即必須一股一票。

實證顯示，2007 年英國市場上有多重投票權的上市公司僅佔 5%¹⁴（見圖 3）。據一篇研究論文¹⁵所解釋，背後的原因有二：機構投資者的反對，以及收購規則移除了要約前的防禦措施（例如透過採用雙重股權架構），迫使公司遇到要約收購時只能採用一股一票制。

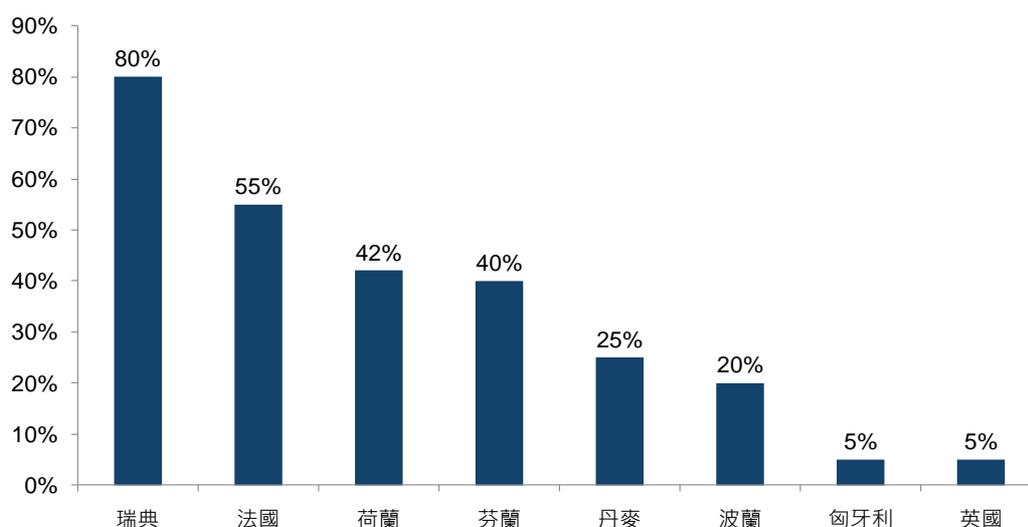
¹² 見美國證券交易委員會的投資者諮詢委員會〈上市公司的雙重股權架構和其他鞏固管治的架構〉(“Dual class and other entrenching governance structures in public companies”) · 2018 年 2 月 27 日。

¹³ 見英國金融市場行為監管局〈PS14/8：對 CP13/15 的回應 — 加強上市制度的效能〉(“PS14/8: Response to CP13/15 — Enhancing the effectiveness of the listing regime”) · 2015 年 8 月 3 日。

¹⁴ 資料來源：Shearman & Sterling LLP 〈歐盟上市公司的擁有權與控制權的相稱性：法規比較研究 — 個別國家的法規研究〉(“Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study — Legal Study for Each Jurisdiction”) (由歐盟委員會委託的外部研究) · 2007 年 5 月 18 日。

¹⁵ Huang, F. (2017) 〈全球主要金融中心的雙重股權股份〉(“Dual class shares around the top global financial centres”) · 載於《Journal of Business Law》第 2 期 · 137-154 頁。

圖 3：歐洲具不同投票權架構的公司比例（2007年）



資料來源：Shearman & Sterling LLP〈歐盟上市公司的擁有權與控制權的相稱性：法規比較研究 — 個別國家的法規研究〉(Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies: Comparative Legal Study — Legal Study for Each Jurisdiction) (由歐盟委員會委託的外部研究)，2007年5月18日。

- (3) **香港**：香港旨於成為創新產業公司的上市中心，於 2018 年 4 月實施上市制度改革，對香港聯合交易所（聯交所）的上市規則作出修訂，接受具不同投票權架構的創新產業公司及未能符合上市財務資格的生物科技公司於主板上市，並為合資格的海外上市公司提供新的第二上市渠道。有關改革修訂了於 1989 年制訂推出的相關上市規則，允許偏離一股一票原則，使具不同投票權公司也可申請上市。自上市制度改革實施後，首六個內即有兩家具不同投票權架構的內地科技巨頭進行 IPO 上市。
- (4) **新加坡**：新加坡市場把對雙重股權架構的接納範圍從報業公司擴大至其他公司。除了報業公司因為新加坡《報紙與印刷出版法》的規定須發行兩類股份（管理層股東的投票權為一般股東的 200 倍）之外，新加坡交易所以往一直禁止其他公司作雙重股權股份上市。後來新加坡於 2014 年 10 月修訂《公司法》，容許公眾公司發行無投票權或多重投票權的不同類別股份。新加坡交易所其後改革其上市制度，於 2018 年 6 月 26 日起允許創新產業的雙重股權股份上市。
- (5) **東京**：東京證券交易所（東京交易所）於 2008 年修訂其上市規則¹⁶、放寬相關規管，開始按個別情況接受不同投票權 IPO，惟繼續禁止已上市的公司發行新類別股份。2014 年 3 月，東京交易所正式迎來首宗不同投票權 IPO — 生化人公司（Cyberdyne）（可穿戴機械人開發商）。在這宗 IPO 後，東京交易所在 2014 年 7 月再修訂其上市規則，對雙重股權股份的上市新增兩項規定：包括(i)採用雙重股權架構的必要性及適當性，以及(ii)日落條款。

2. 香港為不同投票權公司而設的新上市制度：適當的投資者保障措施

市場對投資創新產業公司的需求，推動了香港市場上市機制的改革，以接受不同投票權公司的普通股在港上市（不同投票權公司的上市股票於下文稱為「W 股」）。經過市場諮詢並獲得持份者有力支持下，香港交易及結算所有限公司（簡稱「香港交易所」）於其主板的《上市規則》新增適用於不同投票權公司上市的章節，自 2018 年 4 月 30 日起生效。在諮詢過程中，回應者

¹⁶ 見〈2008年財政年度的上市系統改善〉(“Listing system improvement FY2008”)，載於東京交易所網站，2008年5月27日。

提出對投資不同投票權公司的潛在風險有所顧慮。以下分節將討論此等顧慮，以及香港的新上市機制如何引入適當的保障措施應對有關風險。

2.1 創辦管理人是不同投票權公司成功的關鍵

一般所見，創新產業公司的創辦人顯然都是最有能力發展及管理其公司的人。採用不同投票權架構就是要確保創辦人對公司有絕對控制權。**不同投票權架構可以是雙刃劍，公司日後的發展全繫於創辦人身上。**若創辦人目光遠大，又能一直作出正確的商業決定，就是公司和投資者之福。在這情況下，不同投票權架構的確保障了創業精神，亦即保障了股價。反之，若創辦人能力不高又或不慎作出錯誤決定，不同投票權之設就可能成為公司隱患，導致代理人問題。

股東與管理人之間的「代理人問題」（或稱「潛在利益錯配」）是投資者關注的一大問題，指的情況是股東追求的是股票價值的最大化，而負責實際營運的管理人追求的則是自身薪酬和福利的最大化。不同投票權公司的管理人都持股份相對不多但擁有大多數的控制權。即使管理人未能按股東利益行事，其他股東也不能通過投票表決影響公司決策。因此，市場應設置恰當的投資者保障措施，以制約不同投票權公司的代理人成本風險，否則，代理人問題可能損及投資者利益。

不過，不同投票權架構不一定要犧牲投資者利益，方可惠及管理人。一方面，投資者須承擔代理人成本（具體上即上述的代理人利益衝突成本），另一方面，學術文獻¹⁷提出「委託人成本」理論，來解釋雙重股權架構如何能降低「代理人能力成本」、「委託人能力成本」和「委託人利益衝突成本」：

- **代理人能力成本：**源自管理層犯下非欺詐性錯誤的成本。成本高低各有不同。如管理人有才智，能不受偏見影響並把握最新資訊，他們可能會較少犯錯。對於不同投票權公司而言，管理人離職的風險較低，因此他們可能更勇於認錯，這或有助避免隱瞞過錯而令長遠增長受損。
- **委託人能力成本：**因投資者專業知識不足而犯錯所產生的成本。如管理層（代理人）已具備所需專業知識，投資者（委託人）可「坐享其成」，成本將會較低。不同投票權公司的管理人通常都能證明其能力為公司長遠增長作出貢獻（例如往績顯示曾成功推行有遠見的項目）。
- **委託人利益衝突成本：**源自投資者之間的利益衝突的成本。假如公司的多方委託人（投資者）有利益衝突時（例如維權投資者著重短線表現，而退休基金則注重長線表現），成本預期會較高。對於不同投票權公司而言，外界投資者影響力較少，他們之間的利益衝突多數不會影響商業決策。

換句話說，投資者應同時考慮代理人成本及委託人成本，即控制權的總成本。若不同投票權架構能降低控制權的總成本，投資者便可受惠。這要視乎上市機制是否有適當的保障措施讓投資者免受代理人成本影響。

2.2 機構投資者呼籲為不同投票權架構設立投資者保障

在沒有適當保障措施的情況下，世界各地機構投資者都會要求 W 股在價格上有折讓。歐盟委員會曾向世界各地 445 名合共管理資產超過 4.9 萬億歐元（歐洲投資者佔 13%）的機構投資者進行調查¹⁸，當中八成均認為採納加強控制權機制的公司，其股價應有折讓。歐盟委員會表示，

¹⁷ Goshen, Z. 與 R. Squire. (2017) 〈委託成本：一個企業法律和管治的新理論〉（“Principal costs: A new theory for corporate law and governance”），載於《Columbia Law Review》第 117 期，767-796 頁。

¹⁸ Institutional Shareholder Services、Shearman & Sterling LLP 與 European Corporate Governance Institute 《歐盟相稱性原則報告》（“Report on the Proportionality Principle in the European Union”）（由歐盟委員會委託的外部研究），2007 年。

世上並無一種能應對各種加強控制權機制的保障方案，但應該要求公司對加強控制權機制（例如雙重股權架構）的存在及其影響提升透明度。

2000 年代初期的歐洲曾見雙重股權股份合併個案（每股多於一票的股份轉換為一股一票的股份）增加的趨勢¹⁹。同一研究亦顯示，法律不應強制雙重股權股份公司轉為單一股權類別的一股一票公司（以下稱為「一股一票公司」）²⁰。

在美國，證券交易委員會(SEC)檢討上市制度後，於 2017 年 3 月建議加強雙重股權架構及其他強化治理架構的披露規定²¹。美國 SEC 專員 Robert Jackson 於 2018 年 2 月認同這些架構有其優點之餘，亦倡議對永久雙重股權架構加設日落條款²²。

在加拿大，加拿大良好治理聯合會 (CCGG)²³ 認同採用雙重股權架構有利有弊，表示「鼓勵加拿大企業精神很重要，不希望影響到加拿大企業家將公司上市」²⁴。由於加拿大的上市制度及法規二十多年來不曾改變，CCGG 於 2013 年針對新上市的雙重股權公司發布了 7 項保障投資者利益的最佳實踐²⁵，範圍包括董事選舉、設立投票權比率上限、聯票²⁶及日落條款。

亞洲方面，市場專業人士追求一股一票的原則，若然不同投票權架構是合法的，亦會要求公司充分披露這些架構。CFA 協會²⁷曾於 2018 年 4 月就雙重股權股份對 454 名會員進行調查。調查結果與 CCGG 的觀點相若，都認為不同投票權架構有利有弊²⁸。為雙重股權架構公司而設的上市制度的公認好處包括增加交易所的吸引力、吸引科技及其他創新產業的公司上市，而弊端則有小股東保障不足及所有權和控制權不合比例。該項調查總結呼籲交易所設置適當的保障設施，包括強制性的企業管治措施、有時間限制の日落條款、投票權比率限制、聯票條款，以及每股多於一票的股份一旦轉讓便須轉為一股一票股份等。

2.3 香港過去並無為不同投票權架構制定投資者保障措施

在香港，上市公司有兩類股權股份並非新鮮事。1972 年至 1973 年間共有七家公司先後發行「B」股²⁹上市，其面值較「A」股為低，但每股投票權與 A 股相同。這些公司背後的用意不一，包括集資購買房地產或擴充業務，以及吸引更多不同類型的投資者³⁰。這七家公司中六家³¹已被收購或已私有化，現只有一家公司——太古集團——仍有「B」股在香港上市。

¹⁹ Pajuste, A (2005) 〈雙重股權股份合併的決定因素和後果〉(“Determinants and consequences of the unification of dual-class shares”) · 《歐洲央行工作報告》第 465 號 · 2005 年 3 月。

²⁰ 另見 Lauterbach, B. 與 A. Pajuste. (2015) 〈雙重股權股份的自願性統一對長期價值的影響〉(“The long-term valuation effects of voluntary dual class share unifications”) · 載於《Journal of Corporate Finance》第 31 期 · 171-185 頁。

²¹ 見美國 SEC 投資者諮詢委員會 · 〈上市公司的雙重股權架構和其他鞏固管治的架構〉(“Dual class and other entrenching governance structures in public companies”) · 2018 年 2 月 27 日。

²² 見〈永久雙重股權的股份：反對企業皇朝的例子〉(“Perpetual dual-class stock: The case against corporate royalty”) · 美國 SEC 專員的演說 · 2018 年 2 月 15 日。

²³ CCGG (Canadian Coalition for Good Governance) 是加拿大的企業管治組織，代表加拿大機構股東爭取企業改革。

²⁴ 見 CCGG 〈雙重股權股份政策〉(“Dual class share policy”) · 2013 年 9 月。

²⁵ 同上。

²⁶ 聯票條款是法定條款，容許次級股東平等參與任何以獲取多重投票權股份的正式競投。

²⁷ CFA 協會是全球投資界專業人士的業界組織。

²⁸ 見 CFA 協會〈雙重股權股份及其所需的保障〉(“Dual class shares and the need for safeguards”) · 2018 年 4 月。

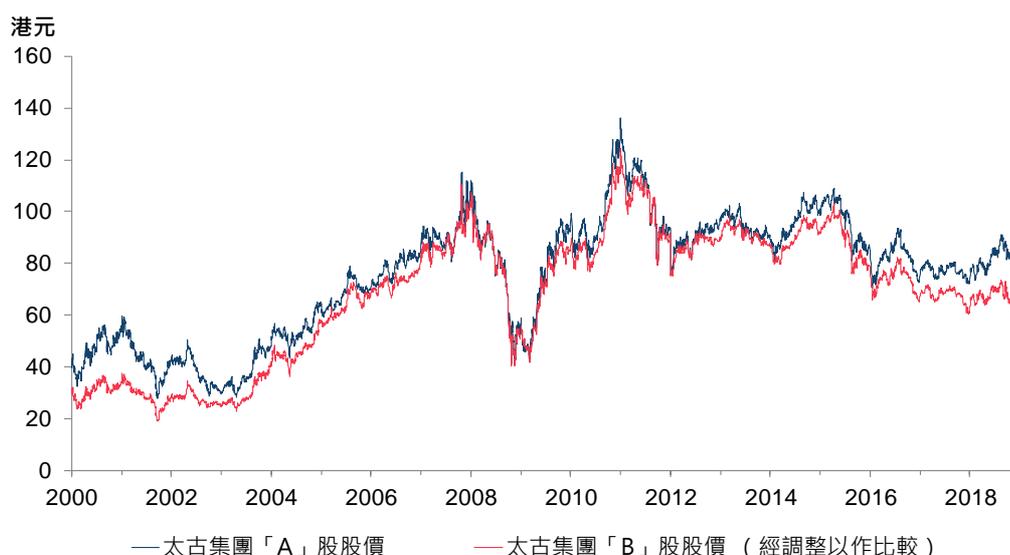
²⁹ 此等「B」股有別於美國附不同投票權的 B 類股份的一般做法（例如 B 類股份通常不上市）。

³⁰ 見香港交易所諮詢文件《不同投票權架構的概念文件》第二章，載於香港交易所網站 · 2014 年 8 月。

³¹ 包括會德豐集團 5 家公司——會德豐有限公司、會德豐船務國際有限公司、香港置業信託有限公司、聯邦地產有限公司及連卡佛有限公司。另一家有「B」股的公司是 Local Property and Printing Company Limited。資料來源：香港交易所 2014 年 8 月的《不同投票權架構的概念文件》。

當時的上市規則並沒有為發行這類股份的特定章節。發行「B」股時，公司原本的上市股份變成「A」股，「B」股則發行予原有股東³²。「B」股的每股投票權與「A」股相同，但面值較低（僅為「A」股的五分之一或十分之一），派息亦較低。控股股東可出售所持有的「A」股，並以較低價購入相同數目的「B」股來保持相同的投票權，以騰出更多現金抵抗收購行動³³。就太古集團而言，所發行「B」股的每股面值為每股「A」股面值的五分之一（0.12 港元相對 0.60 港元），派息亦按此等面值支付（即使股票須訂面值的規定已於 2014 年香港修例後被廢除）。若控制權受挑戰，「B」股價格將相對「A」股出現溢價。然而於 2000 年至 2018 年間，在無人爭奪控制權的情況下，太古「B」股經調整派息後的成交價較低，平均較「A」股折讓 12%（見圖 4），主要因為其流通量不高³⁴。

圖 4：太古集團「A」股與「B」股價格比較（2000 年 1 月至 2018 年 12 月）



註：基於太古「B」股的派息是 A 股的五分之一，故「B」股股價乘以 5 以作比較。

資料來源：彭博。

1987 年，多間上市公司曾建議發行「B」股，但考慮到當時香港及海外經紀的強烈反對，聯交所及當時的證券監管機構決定禁止新的「B」股上市。同年，政府就「B」股事宜委託進行的檢討結果表示「在特殊情況下，這類型的股票有繼續存在的合理需要」³⁵。其後，限制「B」股上市的規定於 1989 年 12 月正式寫入主板《上市規則》第 8.11 條。自此以後，香港再沒有「B」股新上市。

2.4 香港新上市制度下為不同投票權架構設有適當的投資者保障措施

香港的新上市制度旨在於投資者保障與發行人利益之間取得平衡，使香港有更大靈活性提供更多投資機會予不同風險胃納的投資者，又可讓創新產業公司毋須攤薄創辦人的控制權而進行直接融資。要達到這些目的，唯一方法就是在上市制度中設置適當的保障措施。

與舊制不同，不同投票權股份在香港上市須遵循嚴格規定。過去「B」股上市並無特定規定，但在新制度下，聯交所主板《上市規則》新增不同投票權公司上市的章節，訂明一系列保障措施應對投資者可能關注的問題。這些措施包括更高的上市門檻、持股及投票權上限、日落條款、

³² 例如會德豐於 1972 年將普通股重設為 A 股並向現有股東發行 B 股（擁有 A 股面值的十分一），股東每持有兩股 A 股可購買一股 B 股（資料來源：馮邦彥（2017）《香港企業併購經典（增訂版）》，三聯書店(香港)有限公司。

³³ 見周顯（2013）《財技密碼（下篇）》第 26.3 節，香港財經移動出版。

³⁴ 同上。

³⁵ 資料來源：公司註冊處《公司法改革常務委員會第三次中期報告：B 股》，1987 年 7 月。

轉讓股份須符合的條件，以及加強企業管治及披露規定。在這些方面，香港為不同投票權架構而設的新上市制度所提供的保障措施，要比其他主要環球金融中心的交易所所提供的更多（見附錄）。這些保障措施有如下特色。

在香港作新上市的不同投票權公司須符合的市值要求是全球主要交易所中要求最高者。市值最低要有 400 億港元（如收入有 10 億港元或以上，最低市值要求為 100 億港元）。高市值意味公司已有一定合理規模，不是高風險的初創企業。環顧全球市場，MSCI 旗下的全球指數便有若干科技巨頭，而當中採用雙重股權架構的公司的市值通常都遠高於同業。按 2017 年 9 月 1 日的統計數字，MSCI 所有國家世界指數 (ACWI) 有 253 隻 W 股，佔指數總市值的 11.2%³⁶，當中又以資訊科技行業的佔比最大 (23.2%)。採用不同投票權架構的科技公司的平均市值最高，達 720 億美元，相比指數內所有 W 股的平均市值僅為 190 億美元（見表 1）。

行業	W 股的數目	行業總市值 (百萬美元)	每隻股票平均市值 (百萬美元)
資訊科技	24	1,740,097	72,504
醫療保健	11	358,682	32,607
金融	44	722,027	16,410
非必需消費品	61	870,424	14,269
必需消費品	29	388,716	13,404
房地產	6	70,459	11,743
工業	30	306,094	10,203
電訊服務	10	90,228	9,023
原料	19	136,032	7,160
能源	10	71,168	7,117
公用事業	9	28,126	3,125
MSCI ACWI 中所有 W 股	253	4,782,053	18,901

資料來源：Melas, D. 〈把聚光燈照在 Spotify: 為何不同投票權的股票跑贏大市?〉(“Putting the Spotlight on Spotify: Why have stocks with unequal voting rights outperformed?”)，載於 MSCI 博客，2018 年 4 月 3 日。

為限制代理人利益衝突成本，香港市場要求不同投票權股份的實益擁有人（「不同投票權受益人」）符合若干規定。不同投票權受益人只限於身份是董事以及在促進業務增長方面有重大責任的自然人。不同投票權受益人還受制於以下其他規定：

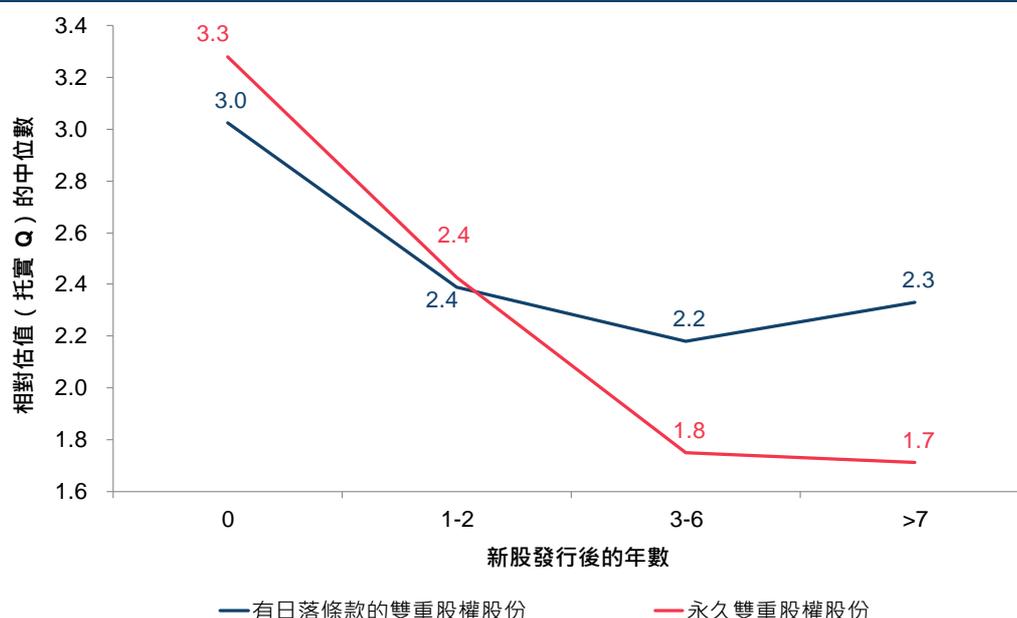
- **已上市公司不得發行不同投票權股份。**公司上市後，不同投票權受益人不得增加不同投票權的比例。換言之，普通股股東（「同股同權股東」）的投票權不會被進一步不成比例地攤薄。同股同權股東的投票權任何時候均須至少佔總投票權的 10%。
- **不同投票權股份的投票權比率設置上限。**在香港，不同投票權股份與普通股的投票權比率上限（或最高投票權差異）為 10 比 1，與許多有雙重股權股份的市場的做法一致。10 對 1 的比率上限有其歷史原因，就是當年（1985 年）紐約交易所轄下一個小組委員會曾提出放寬一股一票原則的規則建議時，這便是其中的一項建議，只是紐約交易所最後並無對投票權差異設置任何上限。一個極端的個案是 Snap，於 2017 年 3 月在美國進行 IPO 時只公開發行無投票權的股份。就產品性質而言，無投票權的股份就類似定息產品，是一種回報與公司表現掛鈎、但不影響公司決策的金融產品³⁷。

³⁶ 資料來源：《股票指數應否納入不同投票權架構公司的股票》(Should Equity Indexes Include Stocks of Companies with Share Classes having Unequal Voting Rights)，是就《MSCI 有關處理不同投票權架構的諮詢》的討論文件，2018 年 1 月。

³⁷ 資料來源：CFA 協會〈雙重股權股份：好處、壞處和危險〉(“Dual-class shares: The good, the bad, and the ugly”)，2018 年 8 月。

香港亦引入不同投票權架構自然日落條款以減少潛在的代理人利益衝突成本。日落條款為創辦人提供合理時間，使其可投資於高風險項目創造長線價值，而要求不同投票權股份其後轉為普通股亦屬合理。在香港的制度下，不同投票權股份的不同投票權不設時間限制，而是遵從自然日落條款，即在受益人身故、或不再是董事、或不再被視為有行為能力可履行董事職責、或不再被視為符合董事的規定時，又或在不同投票權股份被轉讓之後，原有的不同投票權便不再有效。換言之，該等人士的繼承人不能繼承超級投票權。美國市場並沒有要求雙重股權架構有日落條款，但美國 SEC 專員 Robert Jackson 提醒市場：「永久」的雙重股權股份存在風險，因永久雙重股權架構永久的存在，不僅惠及目光遠大的創辦人，也會惠及目光不一定遠大的繼承人³⁸。Robert Jackson 特別指出，永久雙重股權股份的「相對估值」³⁹的中位數經過一段時間之後均見下降，但設有日落條款的，其相對估值的中位數在長線（上市後7年或以上）會略有改善（見圖5）。

圖 5：美國雙重股權股份公司的相對估值 (2004 年至 2018 年間的 IPO)



資料來源：〈永久雙重股權股份：反對企業皇朝的例子〉(“Perpetual dual-class stock: The case against corporate royalty”)，美國 SEC 專員的演說，2018 年 2 月 15 日。

香港的不同投票權公司須接受強化的企業管治措施約束，有關措施可減少代理人能力成本。在香港，不同投票權受益人的多重投票權並不適用於一些須按一股一票表決的決議，包括修改組織章程文件、委任及罷免獨立非執行董事或核數師、更改任何股份類別所附帶的權利及上市發行人自願清盤等。不同投票權公司必須擁有企業管治委員會及常設合規顧問。這些保障措施須納入公司的組織章程文件，不同投票權受益人須向公司保證遵守這些保障措施。新加坡也有類似的措施。日本的一家不同投票權公司（生化人公司 Cyberdyne）的組織章程文件規定，在要約收購中，如果要約人持有不少於 75% 的已發行股份，不同投票權股份便須轉換為普通股，意即在這情況下將需按一股一票處理。同樣，在英國，一股一票亦適用於持有不同投票權公司的 75% 股權的收購要約。美國現時反而並無任何針對不同投票權公司的強化企業管治措施。

香港加強披露規定，有助保障投資者權益。新上市制度規定發行人必須在上市文件和通訊中加入警告字眼，指明公司是不同投票權發行人，投資者投資時必須審慎行事。W 股的股票名稱加

³⁸ 資料來源：〈永久雙重股權股份：反對企業皇朝的例子〉(“Perpetual dual-class stock: The case against corporate royalty”)，美國 SEC 專員的演說，2018 年 2 月 15 日。

³⁹ 公司的「相對估值」是以托賓 Q 比率計算。托賓 Q 比率是公司市值與公司資產重置成本之比率。

上「W」字樣標記以作區別。主要金融中心當中，只有香港和新加坡採用這些獨特的股票名稱標記提醒投資者。

總括而言，香港市場的投資者保障措施較其他主要環球金融中心更為完備。一方面，不同投票權架構可減少委託人成本，而另一方面，這些措施可同時有效限制投資者的總體控制權成本（包括代理人成本）。在此制度下，投資者投資於具不同投票權架構的股票以追求更高潛在回報時，亦更可能獲得較佳保障。

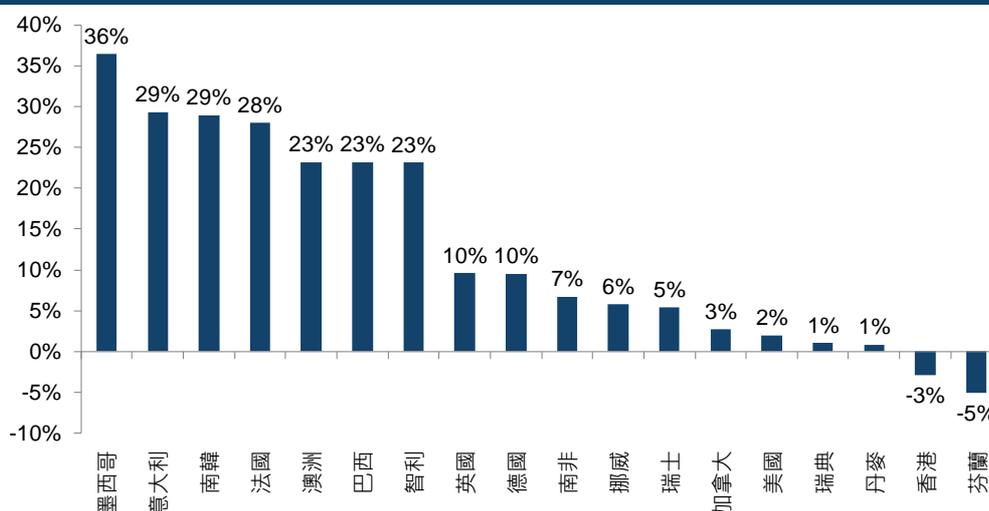
3. 不同投票權不一定是惡魔，也可以是投資者的天使

有為投資不同投票權公司設置適當的投資者權益保障措施是市場所需求，然而這並不代表投資者要對不同投票權架構敬而遠之。事實上，實證顯示不同投票權架構可以是投資者的天使，有利公司股價及營運表現，長遠有助創造價值。所以，若上市制度已有針對不同投票權公司的適當投資者保障措施，投資者便可在享有更豐富投資選擇和保障權益之間取得平衡。以下分節作詳細論述。

3.1 股價雖然折讓，但回報可能很出色

基於不同投票權架構有潛在的代理人問題，一般投資者通常都預期這些公司的普通股股價會較其不同投票權股票的股價有所折讓，以補償第 2 節所述管理層盤踞及公司資源被徵用的潛在風險。實證研究顯示附有次級投票權的上市股票都有價格折讓。在美國，研究⁴⁰發現在 1990 年至 1998 年間，253 家雙重股權公司在 IPO 後的五年內，市盈率平均有 17% 的折讓。另一研究⁴¹估計，在 1990 年至 2000 年間，分別在 39 個國家的 393 批控股股權股份在私下協議轉讓時，控制權的價值相對公司普通股權的股票價值平均有高出 10% 至 14% 的溢價。還有一項研究發現，不同投票權股份相對其普通股的股價在不同市場中有不同程度的估計溢價（見圖 6）。

圖 6：各國不同投票權股份的溢價估算 (1997 年)



註：股價溢價的數字按具控制權票數的價值估計，而這是按每股多於一票的股份與有限制投票權股份（經調整為投票權的 50%）的股價計算再按公司市值調整。

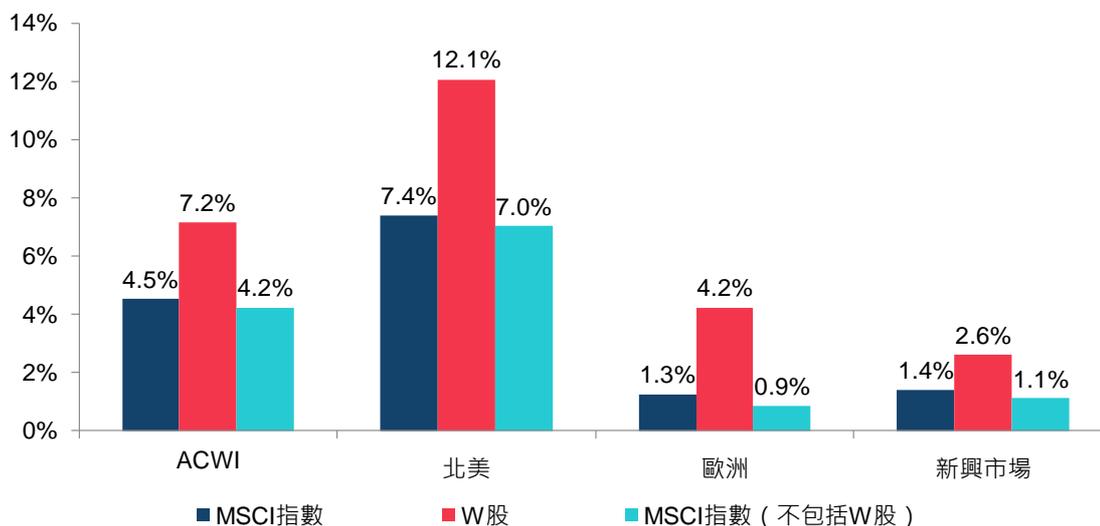
資料來源：Nenova, T. (2003) 〈企業投票權與控制的價值〉(“The value of corporate voting rights and control”)，載於《Journal of Financial Economics》第 68 期，325-351 頁。

⁴⁰ Smart, S., R. Thirumalaib 與 C. Zutter. (2008) 〈一個投票權包含甚麼？雙重股權股份對首次公開招股的公司價值的短期和長期影響〉(“What's in a vote? The short- and long-run impact of dual-class equity on IPO firm values”)，載於《Journal of Accounting and Economics》第 45 期第 1 號，94-115 頁。

⁴¹ Dyck, A. 與 L. Zingales. (2004) 〈控制權的私人利益：國際比較〉(“Private benefits of control: An international comparison”)，載於《Journal of Finance》第 59 期，537-600 頁。

然而，一項研究⁴²發現，在全球及區域市場中，MSCI 指數成分股中 W 股的長線平均回報均超過指數中的其他成份股。按 2017 年 9 月的數字，MSCI 的全球基準指數 ACWI 共有 2,493 隻成份股，當中 243 隻為不同投票權公司的 W 股⁴³。2007 年 11 月至 2017 年 8 月期間，MSCI ACWI 的 W 股成份股的年化總回報率為 7.2% 左右，比起指數整體回報的 4.5% 及一股一票成份股回報的約 4.2% 均要高。MSCI ACWI 的北美、歐洲和新興市場區域指數中的 W 股成份股表現，亦跑贏指數整體回報及一股一票成份股的回報。W 股在不同市場的超額回報⁴⁴ 各有不同。（見圖 7。）

圖 7：MSCI 及 W 股成份股年化整體總回報（2007 年 11 月至 2017 年 8 月）



資料來源：Melas, D. 〈把聚光燈照在 Spotify: 為何不同投票權的股票跑贏大市?〉(“Putting the Spotlight on Spotify: Why have stocks with unequal voting rights outperformed?”) · 載於 MSCI 博客 · 2018 年 4 月 3 日。

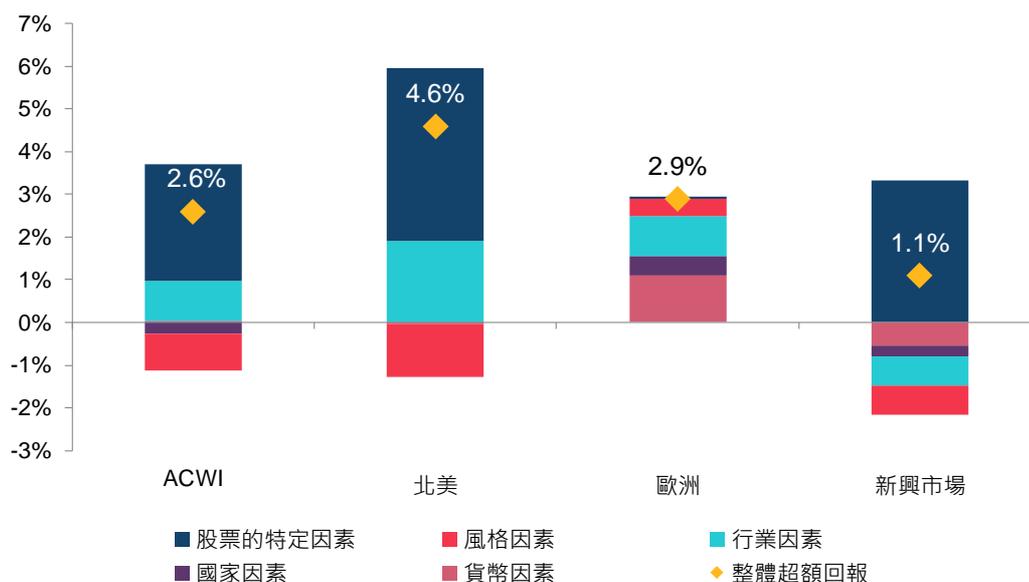
同一項研究又將 MSCI 指數中 W 股的超額回報拆解分析，將之分為源自不同風險因素的回報（見圖 8）。行業因素帶來正回報（MSCI 新興市場指數除外），這與過去十年科技業表現強勁吻合。其他主要風險因素（如貨幣、國家及市場因素）對跑贏大市的貢獻卻未見一致。相反，股票本身的特有風險在超額回報中的貢獻程度較高（歐洲除外），該等風險可能包括創辦人對創新產業的遠見及其選擇採用不同投票權架構。同一項研究還發現，與一股一票股份相比，W 股成份股具有市值相對大、盈利能力較高但較不穩定、資產增長率較高但槓桿較低及股息較低的特徵，這印證了不同投票權公司具遠見的創辦人會傾向投資於高風險項目，以盡量提升公司的長遠價值。

⁴² Melas, D. 〈把聚光燈照在 Spotify: 為何不同投票權的股票跑贏大市?〉(“Putting the Spotlight on Spotify: Why have stocks with unequal voting rights outperformed?”) · 載於 MSCI 博客 · 2018 年 4 月 3 日。

⁴³ MSCI ACWI 可包含不同投票權公司多於一類的股份，例如谷歌母公司 Alphabet 的 A 類股份（一股一票）及 C 類股份（無投票權）均包括在指數內，而有多重投票權的非上市 B 類股份則不包括在內。

⁴⁴ 超額回報的定義為股價與基準指數之間的回報差異。

圖 8：各類風險因素對 MSCI 指數中 W 股整體超額回報的貢獻率（2007 年 11 月至 2017 年 8 月）



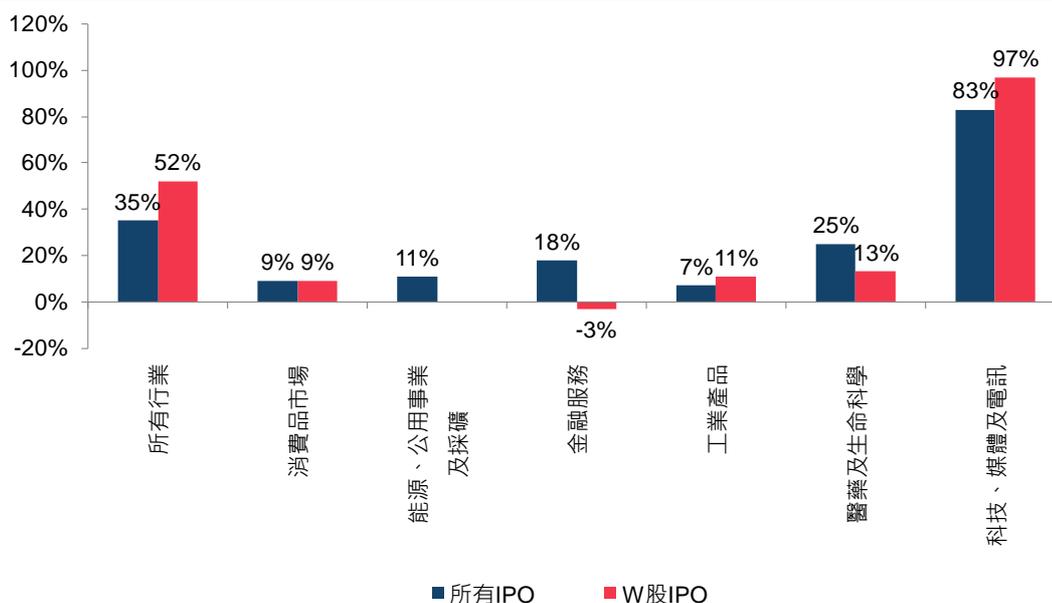
資料來源：Melas, D. 〈把聚光燈照在 Spotify: 為何不同投票權的股票跑贏大市?〉(“Putting the Spotlight on Spotify: Why have stocks with unequal voting rights outperformed?”) · 載於 MSCI 博客 · 2018 年 4 月 3 日。

部分實證研究亦發現 W 股有超額回報。一項專題研究⁴⁵（以下簡稱「D&J 研究」）對 1978 年至 1998 年間 178 家美國上市公司的雙重股權資本重整進行研究（「雙重股權資本重整」是指一股一票公司重整為不同投票權公司並將其一類有限投票權或無投票權的普通股上市），估算到買入並持有該等公司既有的一股一票股份在其宣布進行資本重整後首年及第四年，與沒進行雙重股權資本重整的配對樣本比較下所獲得的超額回報率分別為 5% 及 23%。另一項實證研究⁴⁶發現美國 2018 年上半年的 W 股 IPO 回報較市場平均為高——於研究期間，美國 W 股 IPO 的平均回報率（自發售日期起計）高於所有 IPO 的平回報率（見圖 9）。行業方面，科技、媒體及電訊（TMT）行業的 W 股的平均回報率優於業內所有 IPO 的平均回報率；而當中的 TMT 行業的 IPO 平均回報率於 2018 年上半年亦是所有行業中最高者，顯示創新科技產業公司的 W 股相當受投資者歡迎。

⁴⁵ Dimitrov, V. 與 P. C. Jain (2006) 〈從單一類別股權資本重整成雙重股權股份：增長與長期股價表現〉(“Recapitalisation of one class of common stock into dual-class: Growth and long-run stock returns”) · 載於《Journal of Corporate Finance》第 12 期 · 342-366 頁。

⁴⁶ Klausner, D. 〈雙重股權股份首次公開招股正在冒起：科技獨角獸乘着最新趨勢〉(“Dual class IPOs are on the rise: Tech unicorns jump on board this new trend”) · 載於普華永道的 Deals Blog · 2018 年 7 月 18 日。

圖 9：美國平均 IPO 回報率（2018 年截至 6 月 20 日）



註：某隻股票的「IPO 回報率」是指該股於 2018 年 6 月 20 日的股價相對於當初發售價的回報率。研究數據涵蓋 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 6 月 20 日期間所有美國 IPO（不包括「特別併購上市」（SPAC）的公司）。

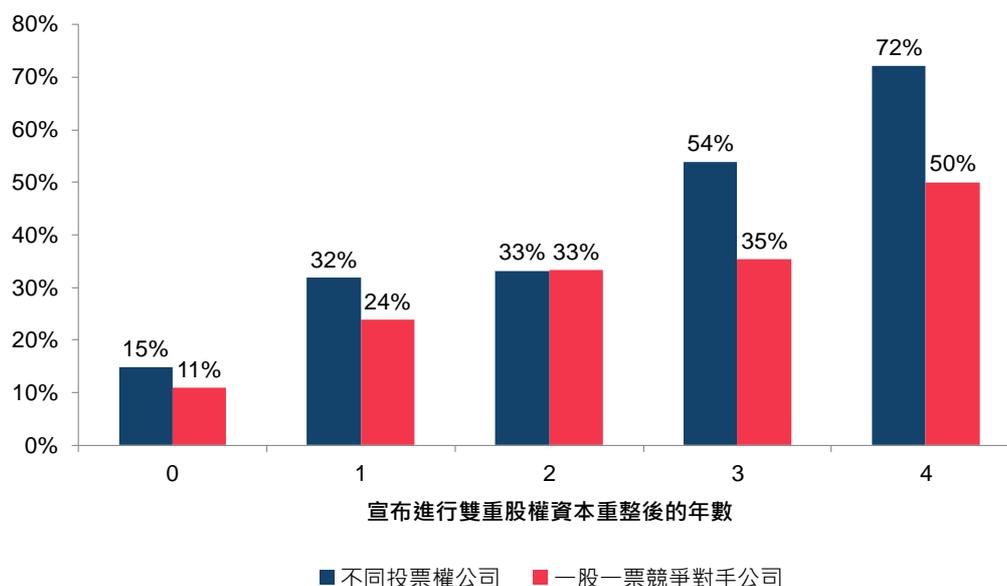
資料來源：Klausner, D.〈雙重股權股份首次公開招股正在冒起：科技獨角獸乘着最新趨勢〉(“Dual class IPOs are on the rise: Tech unicorns jump on board this new trend”)，載於普華永道的 Deals Blog，2018 年 7 月 18 日。

3.2 不同投票權公司業務表現跟一股一票公司相若，甚至更佳

上文第 3.1 節討論的 W 股價格折讓意味着 W 股的市盈率相對於實際價值而言大多會較低，公司採用不同投票權架構進行股權融資的成本因而可能會受到影響。這或會影響到不同投票權公司的槓桿率及資金成本以至盈利，繼而損害投資者的投資回報。然而，實證顯示事實未必如此。

第 3.1 節引述的 D&J 研究結果顯示美國不同投票權公司的收入增長及盈利能力優於其屬於非不同投票權公司的競爭對手——美國不同投票權公司在銷售、資產及營運收益方面的增長較業內規模相近的競爭對手為高。尤值得注意的是，不同投票權公司在宣布進行雙重股權資本重整後四年內的營運收益上升了 72%，而競爭對手則只上升了 50%（見圖 10）。盈利能力方面，不同投票權公司與競爭對手的資產回報率並無差異，但資本重整後數年間不同投票權公司的股本回報卻較高。

圖 10：宣布進行雙重股權資本重整後不同投票權公司相對一股一票競爭對手公司的營運收益累計增長率



註：「0年」指宣布進行雙重股權資本重整之年。

資料來源：D&J 研究。

在加拿大，不同投票權架構亦未有被發現對公司的業務表現有任何負面影響。一項實證研究⁴⁷分析了 1996 年至 2005 年間所有加拿大上市公司 10,366 項公司年度觀察，研究不同投票權架構對盈利能力（資產回報率）、公司估值（托賓 Q 比率）及收購溢價（累積超額回報率）的影響。該研究中的加拿大不同投票權架構公司的控股股東大多仍為創辦人的家族成員，在研究期間仍於公司擁有集中股權。因此，公司資源若被徵用，對該等股東亦會受財富效應的影響。研究結果並未發現由不同投票權架構造成的顯著正面或負面影響。

3.3 有利於創造價值

除價格折讓及業務表現外，投資者亦會關注到不同投票權公司的長線估值，始終公司管理層行事未必與投資者看重為股東創造價值的利益一致。事實上，有些外部股東（例如維權投資者）多數也看短線，會向所投資的公司的業務決定施加壓力。若是一股一票公司，維權投資者及某些類型的機構投資者（例如對沖基金或其他注重短期回報的資產管理公司）可利用投票表決去左右業務決定，務求改善短期股價表現（例如派高息而非再投資），又或停止投資可能會創造長遠價值的高風險項目。相反，在採用不同投票權架構的創新產業公司，具遠見的創辦人在這方面所受的干擾會較少，相對較能夠自主投資高風險項目，儘管短期回報可能極不穩定，期望長遠而言能建立豐厚價值。

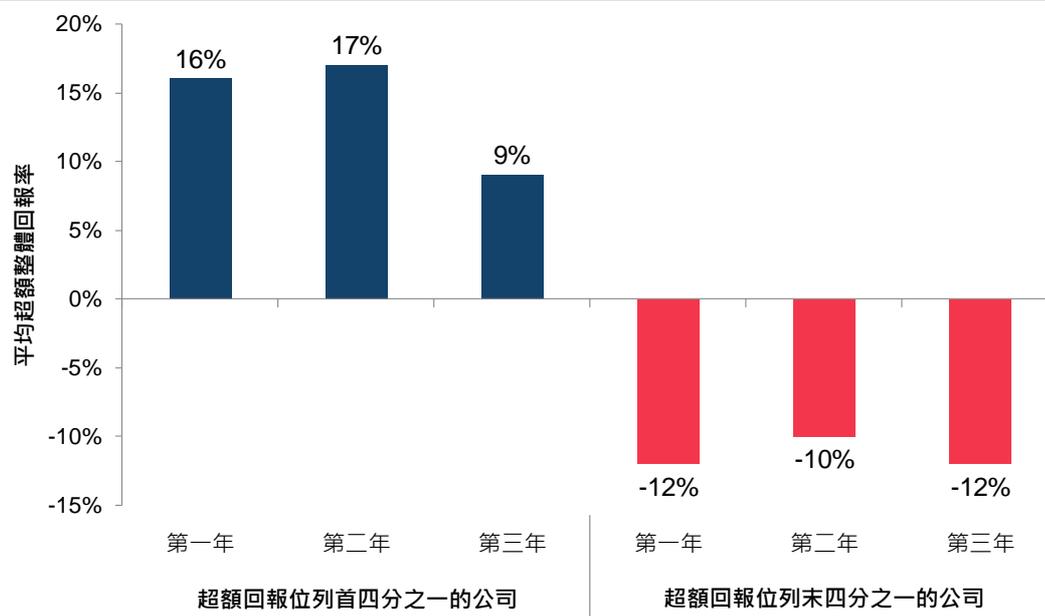
具遠見的創辦人與投資者之間可能產生的矛盾通常源自信息不對稱。投資者大多欠缺對創新產業的專業知識，創辦人則一般有較豐富的相關知識或獨到的遠見去創造長期優厚回報，並與投資者按比例分享這些回報。因此，部分長期投資者願意在影響力受限的情況下，投資於不同投票權公司。雖說外部股東對不同投票權公司業務決定的影響力相對不高，但不同投票權架構可減低公司因缺乏專業知識的投資者投票而被迫作出不當業務決定的機會（所謂「委託人能力成本」）。

⁴⁷ Jog, V., P. Zhu 與 S. Dutta. (2010) 〈受限制投票權的股權結構對公司價值和表現的影響〉(“Impact of restricted voting share structure on firm value and performance”)，載於《Corporate Governance: An International Review》第 18 期，415-437 頁。

確實有研究發現，不同投票權公司的管理層可利用其專業知識創造額外價值，從而降低委託人能力成本。其中一項⁴⁸研究觀察了一股一票類股份在被收購時的溢價。研究對象是 142 家於 1978 年至 1998 年間在美國進行雙重股權資本重整的公司，其中有 48 家公司在資本重整中將內部持股比例大幅下降（「淨賣出」公司），但內部人士所持股權仍佔全部股份的 39% 左右。這些淨賣出公司在股權分散後，規避風險的傾向反而減輕。不同投票權架構使這些公司可推行風險較高但能提升價值的項目。事實上，這些公司在增加資本開支及槓桿率之後反令資產回報大幅上升。整個研究樣本中有 67 家公司其後被收購，當中包括同時有兩類別股權股份作上市買賣的公司。有雙重股權股份上市的公司當中，一股一票股份的收購溢價（定義為據報收購價格與宣布收購前四天的股價之百分比差異）的平均值為 53.4%，高於不同投票權股份的平均值（39.7%）以及只得單一類別股份上市的對比指標樣本公司的股份平均值（36.1%）。這些研究結果減輕了人們對代理人問題在創造價值方面的潛在影響之顧慮。

不同投票權架構亦可避免因為長期與短期投資者之間的潛在衝突而產生的委託人利益衝突成本。有些短期投資者（如維權投資者）或傾向於對其投資的公司行使控制權，但研究發現維權投資者的行為不一定能提升公司價值。根據 McKinsey 的一篇文章⁴⁹，針對美國公司進行的維權投資者運動的次數從 2010 年的 108 次增至 2016 年的 280 次。文章特別指出，TMT 產業的維權投資者大多是缺乏相關產業專業知識的一般人士。維權投資者雖有意創造價值，其進行的活動卻不一定能提高對股東的整體回報率（「整體回報率」是指按公司營運表現、股票市值及市場對公司表現及財務槓桿所預期的轉變而作出的整體量標⁵⁰）。超額的股東整體回報率（相對於相應的標準普爾產業指數的股東整體回報率）在維權投資者運動後首三年內可為正數或負數（見圖 11）。

圖 11：美國維權投資者運動後的超額股東整體回報率（2007 年至 2017 年）



註：研究樣本為 151 家市值過百億美元及收入超過 10 億美元、並且有 2017 年 3 月 15 日之前三年整體股東回報資料的美國上市公司，於 2007 年以來的 252 次獨有的積極/維權投資者活動。股票超額回報率為對比標準普爾相應產業指數計算。

資料來源：Cyriac, J., S. Otto 與 D. Wells〈用維權投資者方式思考的好處〉(“The benefits of thinking like an activist investor”)·載於 McKinsey 網站·2017 年 6 月。

⁴⁸ Bauguess, S. W., M. B. Slovin 與 M. E. Sushka. (2012)〈大股東分散投資、企業承受風險以及轉變為不同投票權的影響〉(“Large shareholder diversification, corporate risk taking, and the benefits of changing to differential voting rights”)·載於《Journal of Banking and Finance》第 36 期·1244-1253 頁。

⁴⁹ Cyriac, J., S. Otto 與 D. Wells〈用維權投資者方式思考的好處〉(“The benefits of thinking like an activist investor”)·載於 McKinsey 網站·2017 年 6 月。

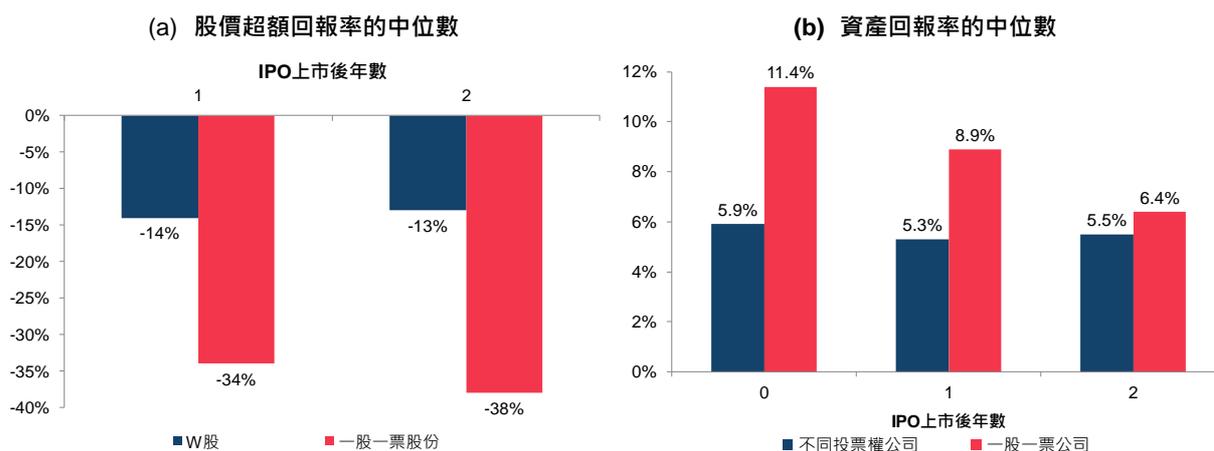
⁵⁰ 請參閱 Deelder, B., M. H. Goedhart 與 A. Agrawal〈一個更好的方式去明白股東整體回報率〉(“A better way to understand TRS”)·載於 McKinsey 的《策略及企業金融》(Strategy and Corporate Finance) 雜誌·2008 年 7 月。

3.4 於美國上市的中國不同投票權公司表現的實證

在 2018 年底，於美國的證券交易所上市的中國公司共有 220 家，當中不同投票權公司佔了一定的比例，其中包括 28 家於 2018 年進行 IPO 上市的公司⁵¹。2018 年第一季的九宗 IPO 中有六宗（佔總數約 67%）來自不同投票權公司⁵²。香港交易所 2014 年有關不同投票權架構的概念文件⁵³中提到，於美國上市的中國公司中約有總數的 30% 採用不同投票權架構；按 IPO 集資的累積金額計算，佔比數字更達總額的 48%（1998 年 1 月至 2014 年 5 月）。該文件亦指出，截至 2014 年 5 月，於美國上市的中國不同投票權公司中有 70% 來自資訊科技產業。另一資料來源則表示於美國上市、採用不同投票權架構的中國公司於 2007 年至 2017 年透過 IPO 集得 340 億美元⁵⁴，相對於同期美國所有 IPO 集資額的 4,420 億美元⁵⁵。

基於公司文化或有不同，中國的不同投票權公司的情況與國際經驗比較可會是相同或有異？部分實證顯示，就股價及業務表現而言，於美國上市的中國 W 股表現沒有跑輸一股一票公司的股份（「一股一票股份」）。一項研究⁵⁶分析了在美國的證券交易所上市的 33 家中國雙重股權公司及 88 家在中國單一股權公司。就價格表現而言，於美國上市的中國 W 股在熊市表現下滑的程度較低——W 股在 IPO 上市後第二年超額回報的中位數下跌 13%，一股一票股份的中位數則下跌 38%（見圖 12a）。不同投票權公司及一股一票公司的市盈率及托賓 Q 比率並無重大差異。業務表現方面，不同投票權公司及一股一票公司在 IPO 上市後第二年的資產回報率的中位數並無統計學上的顯著差異（見圖 12b）。

圖 12：美國上市的中國公司股價及業務表現的比較（不同投票權公司與一股一票公司）



註：超額回報率定義為特定時間內的實際回報率與市場回報率之間的差異。

資料來源：Abdullah, J. Zhou 與 M. H. Shah. (2017) 〈不成比例的投票權對公司的市場表現的影響：在美國上市的中國公司的實證〉（“Effect of disproportional voting rights on firm’s market performance: Evidence from Chinese firms cross-listed on US exchanges”），載於《International Journal of Financial Studies》第 5 期，1-11 頁。

⁵¹ 資料來源：Ritter, J. R. 〈首次公開招股：統計更新〉（“Initial public offerings: Updated statistics”）（手稿），佛羅里達大學，2018 年 12 月 31 日 (https://site.warrington.ufl.edu/ritter/files/2019/01/IPOs2018Statistics_Dec.pdf)。

⁵² 資料來源：Hu, K. 〈中國公司在 2018 年大量流入美國首次公開招股市場〉（“Chinese companies flooded into the U.S. IPO market in 2018”），載於 Yahoo Finance 網站，2018 年 12 月 29 日。

⁵³ 香港交易所諮詢文件《不同投票權架構的概念文件》，載於香港交易所網站，2014 年 8 月。

⁵⁴ 資料來源：Robertson, B. 與 A. Tan 〈雙重股權股份〉（“Dual-class shares”），載於彭博網站，2018 年 5 月 3 日。

⁵⁵ 資料來源：國際證券交易所聯會。

⁵⁶ Abdullah, J. Zhou 與 M. H. Shah. (2017) 〈不成比例的投票權對公司的市場表現的影響：在美國上市的中國公司的實證〉（“Effect of disproportional voting rights on firm’s market performance: Evidence from Chinese firms cross-listed on US exchanges”），載於《International Journal of Financial Studies》第 5 期，1-11 頁。

3.5 擴闊投資機會

儘管有代理人問題的隱憂，不同投票權公司可能有高的營運效率，以及有機會為投資者帶來良好的回報（見上文）。對於這些公司，一些規避風險的投資者可能會敬而遠之，但也有些投資者受潛在升幅吸引而願意投資。不同投票權公司的上市有助迎合不同的投資者喜好。對新經濟創新產業公司有興趣的投資者也許願意持有相對不同投票權股份較少投票權但現金流權益相同的股份。事實上，新經濟創新產業公司的 W 股可以帶來的增值機會，即使對經驗豐富的投資者而言也可能有一定程度的吸引力。Snap 的無投票權股份便是個極端例子——該公司 2017 年 3 月在美國作 IPO，超額認購逾 10 倍⁵⁷。

為切合不同投資者的需求，全球指數供應商 MSCI 已重新將 W 股納入其指數。在 2017 年 3 月 Snap 的無投票權股份 IPO 後，倡導一股一票制的美國機構投資者委員會 (CII)⁵⁸向指數供應商施壓，要他們剔除指數中的 W 股，MSCI 因而曾一度暫停納入新的 W 股。為重新考慮有關情況，MSCI 向市場參與者就 W 股作了詳細諮詢。MSCI 於 2018 年 10 月公布了諮詢總結，支持持份者「在投資者觀點與股本證券產品的全面代表性之間尋找適當的平衡」⁵⁹。根據諮詢總結，MSCI 在 2019 年 3 月起取消對將其全球基準指數再加入 W 股的限制（現有指數編纂方法不變⁶⁰），並同時推出經投票權調整的新指數系列⁶¹。有關做法與美國 SEC 專員對不同投票權公司投資價值的看法一致——「如果各大指數均禁止納入任何雙重股權公司，投資大眾可能就會錯失參與市場上走在創新最前沿的公司的業務增長機會」⁶²。加拿大的情況也類似，加拿大的不同投票權公司大多為主要行業中最大的公司及僱主⁶³，所以難以在投資組合剔除這些公司。

4. 總結

世界各地主要金融中心的股票市場紛紛進行制度改革，接受不同投票權公司申請上市。背後的主要動力源自發行人和投資者兩邊的需求均不斷增加。發行人方面，那些具遠見的創新產業公司（包括來自中國內地的公司）創辦人，尋求上市時都傾向採用不同投票權的架構，務求保留其對業務決策的控制權。投資者方面，投資新經濟產業的增長潛力愈來愈吸引，甚或足以抵消持有投票權受限的股份的壞處和不同投票權架構所涉及的風險。香港便是全球已進行上市機制改革、允許不同投票權公司上市的主要市場之一。

香港於 2018 年 4 月推出其新的上市機制，納入了比其他主要市場更為全面的投資者保障措施。這些措施不單有效消滅不同投票權架構可能涉及的代理人問題，還可遏抑因投資者缺乏相關專業知識和相互之間存在利益衝突所連帶引致的委託人成本。因此，新上市機構可說不單有利發行人亦有益於投資者。

從國際經驗所見，投資於不同投票權架構的公司對投資者來說可會是利多於弊。淨得益包括潛在的股價超額回報和締造長遠價值的機會。不同投票權公司的上市令市場有更多投資選擇，迎合投資者不同的需要和喜好。只要對潛在風險進行徹底評估，不同投票權公司的股票也可成為投資者趨之若鶩的選擇。

⁵⁷ 資料來源：路透社〈Snap 在期待已久的首次公開招股的定價超出預期〉（“Snap tops expectations in pricing of long-awaited IPO”），2017 年 3 月 1 日。

⁵⁸ CII (Council of Institutional Investors) 是美國退休基金的業界組織。

⁵⁹ 見〈MSCI 全球可投資市場指數維持不變，同時 MSCI 將推出反映投資者在不同投票權架構方面的偏好的全新指數系列〉（“MSCI will retain the MSCI Global Investable Market Indexes unchanged and launch a new index series reflecting the preferences of investors on unequal voting structures”），MSCI 於 2018 年 10 月 30 日發布的聲明。

⁶⁰ 見 MSCI 〈不同投票權架構諮詢結果的問答〉（“Q&A on the results of the unequal voting structures consultation”），2018 年 10 月。

⁶¹ 見 MSCI 〈MSCI 經投票權調整指數系列的編纂方法〉（“MSCI voting rights-adjusted indexes methodology”），2019 年 3 月。

⁶² 資料來源：〈永久雙重股權的股份：反對企業皇朝的例子〉（“Perpetual dual-class stock: The case against corporate royalty”），美國 SEC 專員的演講，2018 年 2 月 15 日。

⁶³ 資料來源：Allaire, Y. 〈雙重股權股份的例子〉（“The case for dual class of shares”），載於 Institute for Governance of Private and Public Organisations 網站，2018 年 12 月 20 日。

附錄：主要金融中心的證券交易所有關不同投票權公司上市的投資者保障措施

保障措施	紐約證券交易所	倫敦證券交易所 (根據「標準上市」規則)	東京證券交易所	新加坡交易所	香港交易所
最低市值要求	4,000 萬美元	700,000 英鎊 (約 540,000 美元)	第一板的要求為 250 億日圓 (約 2.2 億美元)	3 億新加坡元 (約 2.14 億美元)	市值 400 億港元 (約 51 億美元) 或 市值 100 億港元 (約 13 億美元) 及收入 10 億港元 (約 1.27 億美元)
新發行人限制	有	無	有	無	有
創辦人或其他不同投票權受益人須持有最低持股量佔總股本的百分比	無限制	無限制	無限制	未有規定	10%
最大投票權差異	無	無	無	有 (10:1)	有 (10:1)
特定行業限制	無	無	無	有	僅限 「創新產業」公司
日落條款	無	無	自然日落條款	自然日落條款	自然日落條款
創辦人退休 / 喪失能力 / 去世後自動轉為一股一票股份	否	否	是	否	是
股份轉讓時自動轉為一股一票股份	否	否	是	否	是
強化企業管治措施	無	有	有	有	有
股票名稱特別標記	無	無	無	有	有

資料來源：各證券交易所網站上有關上市準則的資料；CFA 協會〈雙重股權股份：好處、壞處和危險〉(“Dual-class shares: The good, the bad, and the ugly”) · 2018 年 8 月；及 Toshima, K. (2014) 〈Cyberdyne 的雙重股權股份 IPO〉(“Cyberdyne’s dual-class IPO”) · 載於《International Financial Law Review》第 33 期 · 43-43 頁。

詞彙（本研究報告所用）

「一股一票」	一股一票制（或比例原則）是指每股享有同等投票權，亦享有同等份數的現金流權利（例如股息）。
「一股一票公司」	只發行單一類別、遵循一股一票制的股份的公司。
「一股一票股份」	公司所發行的、遵循一股一票制的股份類別（發行公司可能有單類別或多類別股份）。
「不同投票權」	有別於一股一票制的股權架構，某類股份每股可享有多份投票權。
「不同投票權受益人」	每股可享有多份投票權的股份（有別於一股一票股份）的持有人。
「不同投票權公司」	至少有兩類股份、其中一類是不同投票權股份的公司。
「不同投票權股份」	有別於一股一票股份，每股可享有多份投票權的股份。
「W股」	不同投票權公司在交易所上市的非「不同投票權股份」的股份類別；在香港，此等股份是一股一票股份。

免責聲明

本文中的意見不一定代表香港交易所的立場。本文所有資料及分析只屬資訊性質，不能倚賴。本文概不構成亦不得視為投資或專業建議。過往表現並非未來表現的指標。本文的資料已力求準確，但若因此等資料不確或遺漏引致任何損失或損害，香港交易所及其附屬公司、董事及僱員概不負責。

